



INFORME SOCIOLABORAL

del Partido de General Pueyrredon

EDICION ESPECIAL
Informe de Coyuntura
Macroeconómica

Grupo Estudios del Trabajo -GrET-

Autor:
Marcos Esteban Gallo

Diciembre 2018



INFORME SOCIOLABORAL

del Partido de General Pueyrredon

Elaborado desde el año 2008 por el
Grupo de Estudios del Trabajo (GrET)

El Grupo Estudios del Trabajo (GrET) se constituyó en 1995 y busca estudiar y abordar el análisis del mercado de trabajo y las relaciones laborales. Está constituido por docentes e investigadores formados en distintas disciplinas (Economía, Sociología, Historia y Estadística), lo cual enriquece los estudios de las problemáticas sociolaborales, aportando una visión crítica. Asimismo, ha conseguido diversificar sus líneas de investigación a aquellas dimensiones que se encuentran relacionadas de manera directa con el mundo del trabajo (pobreza, bienestar, protección social, distribución de ingresos y las políticas públicas que impactan en ellas) tomando como eje transversal el enfoque de género.

Director: Dr. Eugenio Actis Di Pasquale

Correo electrónico:

grupoestudiosdeltrabajo@gmail.com

Más información del GrET en:

<https://eco.mdp.edu.ar/cieys/641-estudio-del-trabajo>

En el Portal de Promoción y Difusión Pública del Conocimiento Académico y Científico – Nülan (FCEyS-UNMdP) se pueden consultar:

Las publicaciones del GrET:

<http://goo.gl/5R1qgw>

Las ediciones anteriores del Informe Sociolaboral del partido de General Pueyrredon:

<http://nulan.mdp.edu.ar/infosociolaboral/>

ISSN 2525 - 1503

Presentación

El presente *Informe de Coyuntura Macroeconómica* se presenta en forma conjunta con el *Informe Sociolaboral del Partido de General Pueyrredon N° 23*, del cual forma parte complementaria.

En este informe de coyuntura se analizan las principales tendencias de la economía argentina, así como los lineamientos de política económica implementados durante 2018.

A partir del segundo trimestre de este año las principales variables económicas evidencian una situación inequívocamente recesiva. Asimismo, durante 2018 se profundizaron los desequilibrios externos observados en los años anteriores, lo cual puso en duda la sustentabilidad del actual esquema macroeconómico.

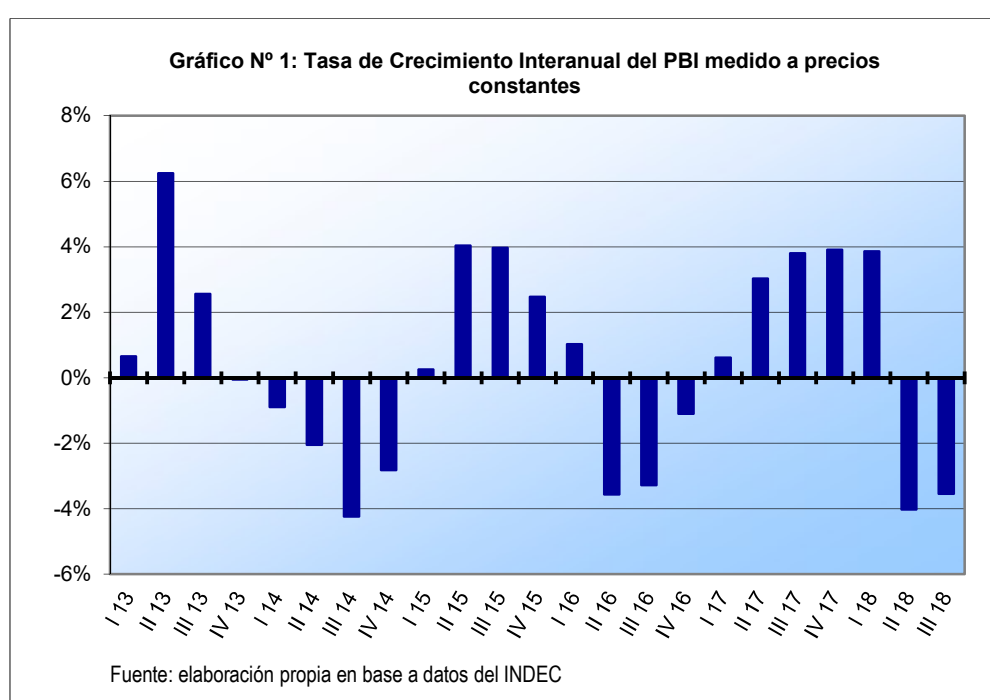
En este marco tiene lugar el cierre de los mercados de crédito externo privado para la Argentina, lo que desató sucesivas corridas cambiarias que impactaron fuertemente sobre las principales variables económicas y sociales.

Si bien el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional permitió apaciguar transitoriamente la situación crítica vivida durante gran parte del año, las condicionalidades que impone el organismo internacional profundizarán las tendencias recesivas de cara a 2019, poniendo en duda la viabilidad social y política del modelo.

Por otra parte, la política económica persiste en los mismos lineamientos que llevaron a la economía argentina a la crisis actual, en tanto que el nivel de vida de gran parte de la población se deteriora significativamente, lo cual permite inferir que en los meses próximos tendrán lugar nuevos episodios de inestabilidad.

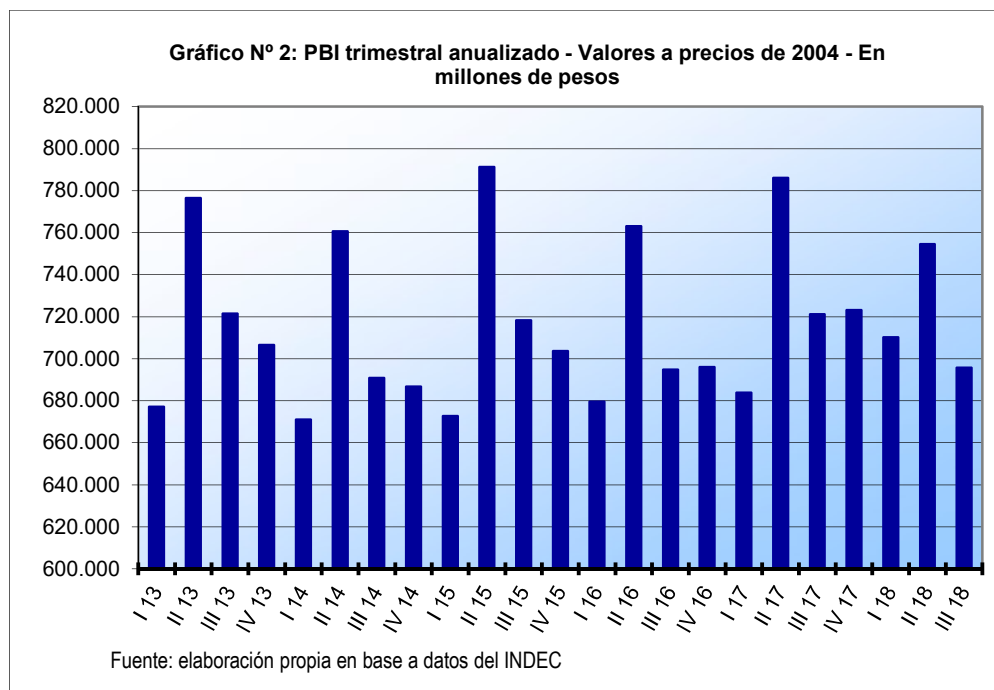
Se profundizan las tendencias recesivas

A partir del segundo trimestre de este año la economía argentina entró en recesión, exhibiendo una reversión abrupta de la tendencia que se observaba hasta comienzos de 2018. En tal sentido, como puede verse en el gráfico N° 1, el Producto Bruto Interno muestra caídas del 4% y del 3,5% en el segundo y tercer trimestre de 2018 respectivamente, en comparación con los mismos trimestres de 2017¹. Este comportamiento contrasta con la evolución observada a largo del año pasado, cuando la economía creció un 2,9%, y marca un giro drástico con lo sucedido en el primer trimestre de este año, en el que el producto creció en términos interanuales un 3,9%.



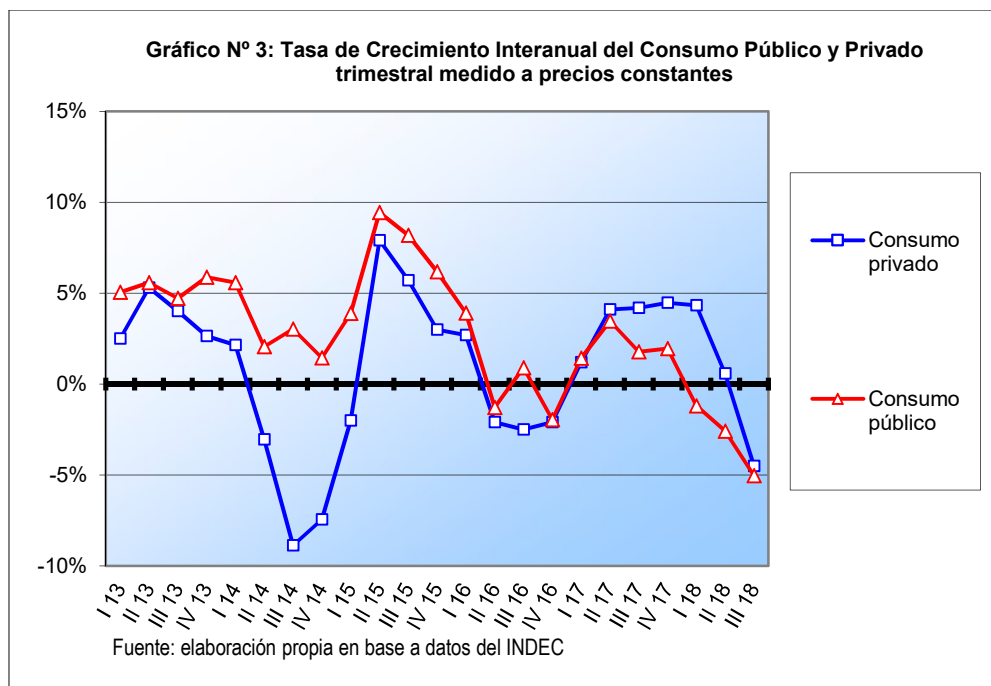
Si se tiene en cuenta un horizonte temporal más largo, es posible corroborar que el PBI anualizado del segundo y tercer trimestre de 2018 es respectivamente 4,6% y 3,1% menor que el de los mismos períodos de 2015, exhibiendo de manera nítida la situación de estancamiento que experimentó la economía argentina durante los últimos años, más allá de algunas fluctuaciones coyunturales (Gráfico N° 2).

¹ A menos que se indique lo contrario, las comparaciones siempre son interanuales, es decir, comparan la magnitud alcanzada por una variable en determinado mes o trimestre del año con respecto al mismo período del año anterior.

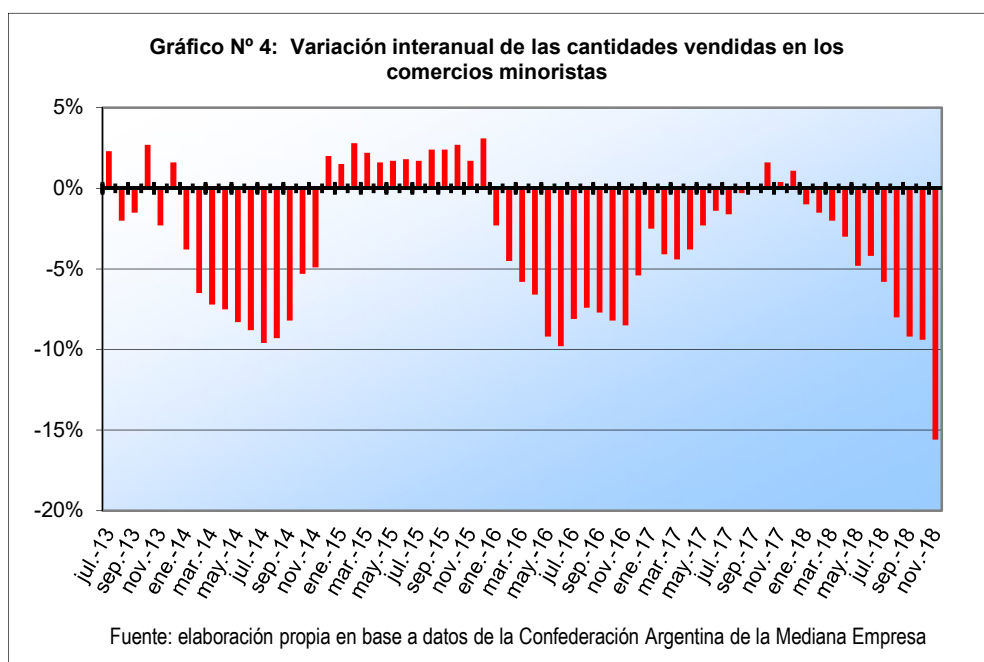


Si se desglosa el producto entre sus distintos componentes puede verse que el comportamiento adverso se explica por una reducción interanual en el segundo trimestre del 2,6% en el consumo público, al mismo tiempo que el consumo privado crece sólo un 0,6%, lo que da como resultado un leve aumento del 0,1% para el consumo total. La contracción se profundiza notoriamente en el tercer trimestre, con caídas del 5% y del 4,5% en el consumo público y privado, y una disminución del 4,6% en el consumo total². Asimismo, la evolución de estas variables ilustra el cambio en la concepción de política económica entre el gobierno actual y el anterior. En efecto, durante la administración finalizada en diciembre de 2015 el consumo público era concebido como una herramienta contracíclica que era estimulada en las fases recesivas a fin de atenuar las caídas en el producto y favorecer una rápida recuperación. En cambio, bajo el gobierno actual la evolución del consumo público queda subordinada al objetivo de reducir el déficit fiscal, aun durante las fases contractivas del ciclo económico, tal como sucedió en el segundo y tercer trimestre de este año (Gráfico N° 3).

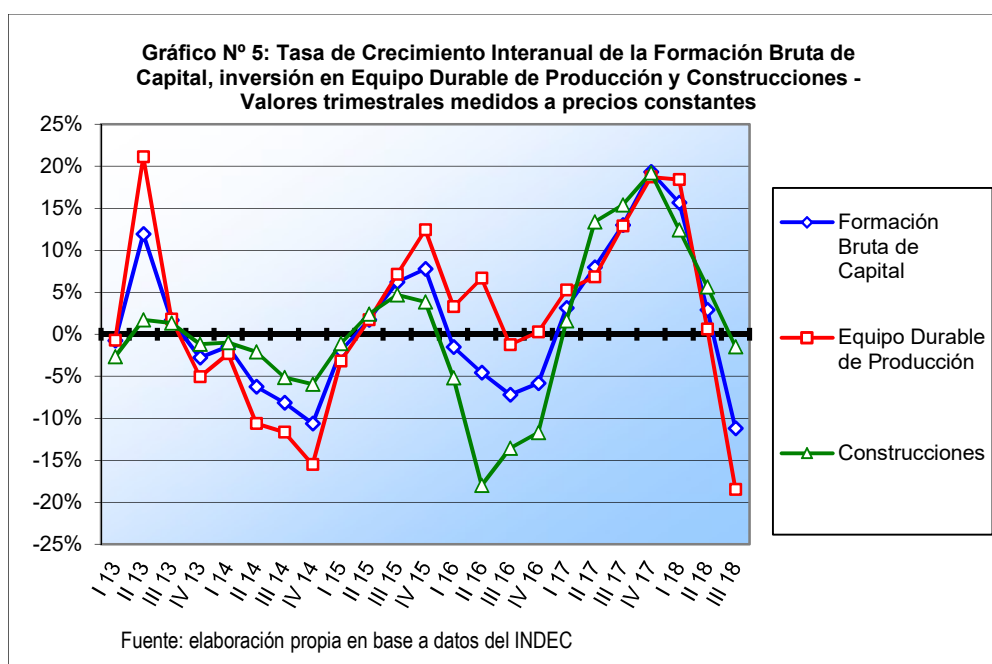
² En el tercer trimestre de 2018 el consumo público y privado representó respectivamente el 13,8% y 72,3% del PBI. Datos del INDEC. Disponibles en: https://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=9&id_tema_3=47



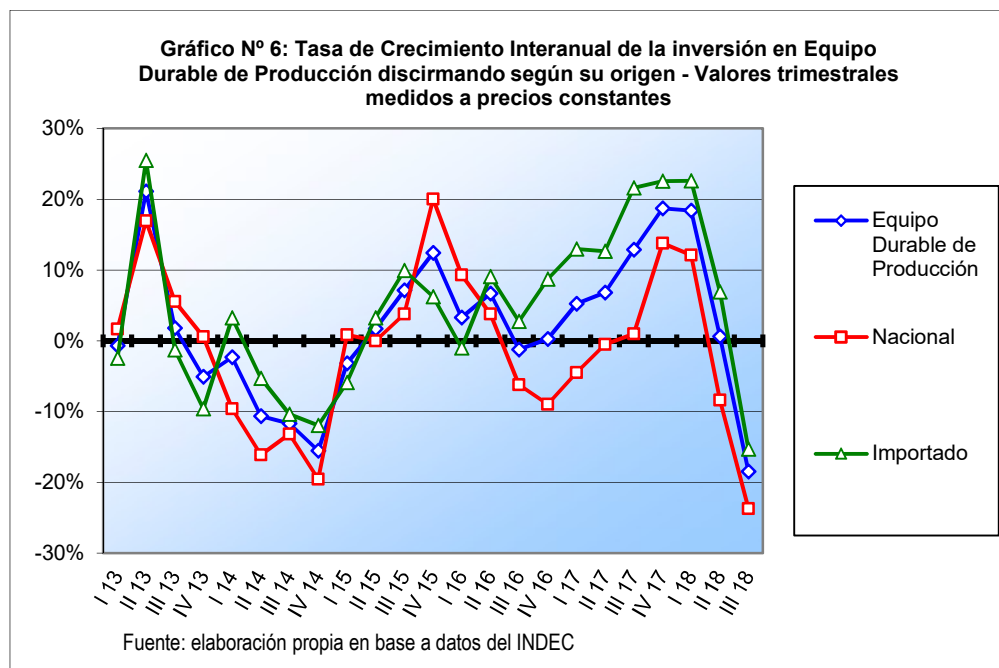
La reducción en el consumo tiende a agravarse en hacia el cuarto trimestre, tal como puede inferirse a partir de los datos provistos por la Cámara Argentina de la Mediana Empresa (CAME). Al respecto, de acuerdo a esta organización las ventas minoristas retroceden a lo largo de todo 2018, con caídas cada vez más grandes a medida que pasan los meses, de modo que en noviembre esta variable presenta una disminución interanual del 15,6%, lo que representa la mayor contracción de los últimos seis años (Gráfico N° 4).



En lo que respecta a la inversión, la Formación Bruta de Capital (FBC) creció en el primer trimestre de este año un 15,7% y en el segundo trimestre un 2,9% en términos interanuales, mientras que en el tercer trimestre decreció un 11,2%. Si se considera todo el año 2017 se verifica un incremento del 11%, en tanto que para 2016 se observa una caída del 4,9%. El aumento de la FBC hasta el primer trimestre de 2018 estuvo impulsado tanto por la inversión en equipo durable de producción como por la construcción, las cuales ven reducidas en forma conjunta su tasa de variación a partir del segundo trimestre (Gráfico N° 5).

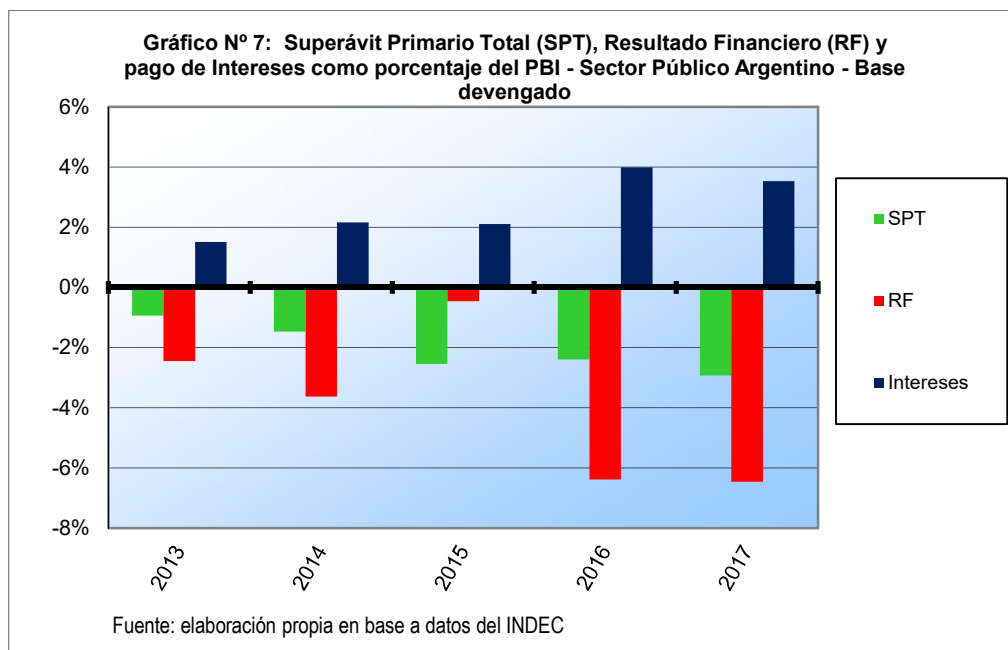


Es posible observar también que la recuperación de la inversión en equipo durable de producción a partir de 2017 tiene lugar predominantemente a través de la adquisición de equipos importados (Gráfico N° 6). Esta situación resulta particularmente preocupante, por cuanto la producción local de bienes de capital constituye una estrategia indispensable a fin de lograr una mayor integración y diversificación de la estructura productiva nacional, así como una mayor autonomía tecnológica. Asimismo, la fabricación de maquinaria y equipo es un rubro altamente demandante de mano de obra calificada y a largo plazo promueve el crecimiento de la productividad, lo cual hace posible el aumento de la competitividad y de los salarios reales. En otras palabras, la producción local de bienes de capital es uno de los principales impulsores del desarrollo económico.



Los intereses de la deuda como prioridad de las cuentas públicas

En lo que respecta al frente fiscal, una mirada de mediano plazo de los datos del Sector Público Argentino –lo que incluye las cuentas de las provincias y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires- permite ver que a partir de 2016 tiene lugar un marcado aumento de la carga de los intereses de la deuda pública sobre las erogaciones del Estado, lo cual repercute en un crecimiento del déficit financiero –resultado fiscal después del pago de intereses- que pasa del 0,5% del PBI en 2015 al 6,4% y 6,5% del PBI en 2016 y 2017 respectivamente, mientras que durante los tres años mencionados el déficit primario –resultado fiscal antes del pago de intereses- permanece por debajo del 3% del PBI (Gráfico N° 7).



Por otra parte, a partir de la información provista por los informes mensuales de ingresos y gastos del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF)³ –que no incluye datos referidos a las cuentas provinciales- puede observarse que el déficit primario acumulado en el que incurrió el SPNNF entre enero y octubre de 2018 se redujo en términos reales un 49,1% con respecto al déficit incurrido en el mismo lapso de 2017, en tanto que el déficit financiero cayó un 19,8%. Esta diferencia se debe a un incremento en la suma de los intereses pagados que –siempre en términos reales- subieron un 24,1% en el período mencionado.

La reducción del déficit primario no se origina en un aumento de los ingresos, lo cuales de hecho cayeron un 0,9%, sino en una reducción de los gastos primarios⁴ del 7,3%. Esto se debe a la ejecución de recortes en las erogaciones del Estado en diversas áreas, entre las que cabe desatacar las *Prestaciones Sociales* (-2,3%), las que incluyen áreas socialmente sensibles como jubilaciones y asignaciones familiares; *Subsidios Económicos* (-4,4%), que en gran medida tenían como finalidad morigerar los aumentos en las tarifas de servicios públicos; *Gastos de Funcionamiento del Estado* (-8,5%), que abarca entre otras partidas a los salarios pagados a los empleados públicos; *Transferencias Corrientes a Provincias* (-21%), lo que para muchas provincias implica la reducción de recursos necesarios para la prestación de servicios sociales indispensables; y *Gastos de Capital*

³ Datos del *Informe mensual de ingresos y gastos del Sector Público Nacional no Financiero* y del INDEC. Los montos de ingresos y gastos fueron deflactados por el Índice de Precios al Consumidor a fin de obtener una aproximación a los valores reales. Información disponible en: <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/ejecucion/2018#aif>

⁴ Gastos públicos –corrientes y de capital- sin incluir el pago de intereses.

(-30,7%), es decir, recursos destinados a la realización de obras públicas, lo cual fue uno de los principales instrumentos de reactivación que implementó el gobierno durante 2017.

Asimismo, en el marco de una política de reducción del gasto público, cayeron los ingresos tributarios (-4,9%) como consecuencia lógica de una política que tiende a profundizar tendencias recesivas. Pero además, el sistema tributario argentino se tornó más regresivo dado que la recaudación de los impuestos a las Ganancias y a los Bienes Personales –tributos que tienen más gravitación en los sectores de mayor poder adquisitivo- se redujo un 20,3% y un 47,8% respectivamente, mientras que la recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) –tributo fuertemente regresivo y columna vertebral del sistema tributario argentino- aumentó un 11,4% (Cuadro N° 1).

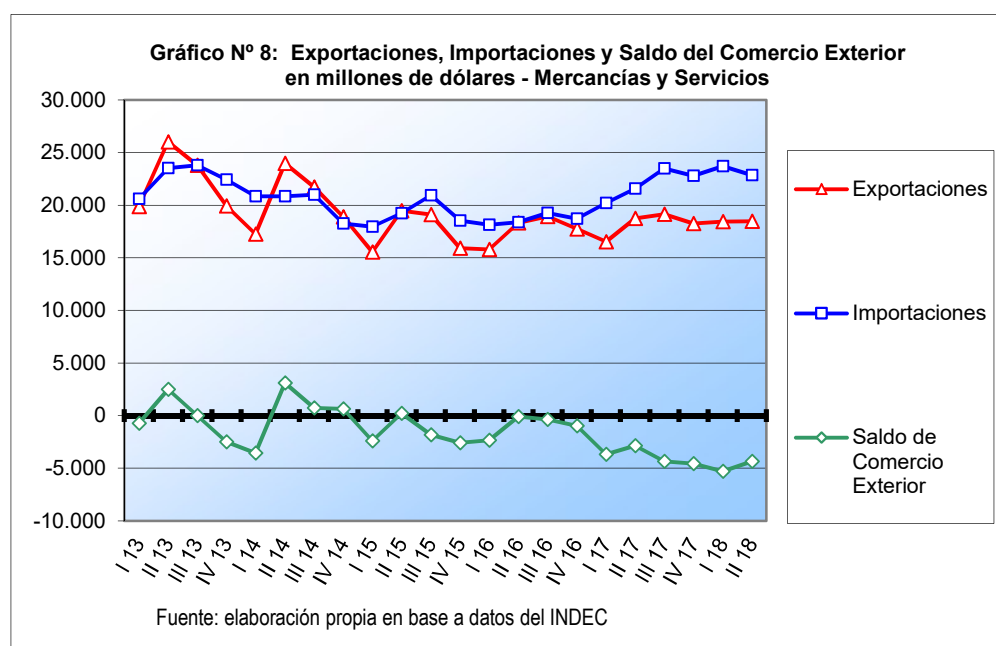
Cuadro N° 1: Ingresos y gastos del Sector Público Nacional No Financiero – Variación interanual Ene-Oct 2018 con respecto a Ene-Oct 2017 – A valores constantes

INGRESOS TOTALES	-0,9%
Tributarios	-4,9%
IVA neto de reintegros	11,4%
Ganancias	-20,3%
Aportes y contribuciones a la seguridad social	-4,3%
Débitos y créditos	25,0%
Bienes personales	-47,8%
Derechos de exportación	-13,1%
Derechos de importación	20,9%
GASTOS PRIMARIOS	-7,3%
Gastos corrientes primarios	-4,9%
Prestaciones sociales	-2,3%
Jubilaciones y pensiones contributivas	-2,3%
Asignaciones (familiares y por hijo)	-2,2%
Pensiones no contributivas	-7,3%
Subsidios económicos	-4,4%
Gastos de funcionamiento y otros	-8,5%
Salarios	-9,5%
Transferencias corrientes a provincias	-21,0%
Gastos de capital	-30,7%
RESULTADO PRIMARIO	-49,1%
Intereses Netos	24,1%
RESULTADO FINANCIERO	-18,9%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda

Grandes desequilibrios en el frente externo

El frente externo presenta fuertes desequilibrios por varios conceptos que se han agravado sistemáticamente en el transcurso de los últimos tres años. En tal sentido, de acuerdo a los datos de la balanza de pagos, el déficit de comercio exterior –mercancías y servicios- acumulado en la primera mitad de 2018 alcanzó los U\$S 9.640 millones, mientras que en el mismo lapso de 2017 fue de U\$S 6.530. A lo largo de todo 2017 este concepto arrojó un resultado negativo de U\$S 15.430 millones, lo que representa un 2,42% del PBI. Dichos saldos deficitarios se deben a un aumento de las importaciones junto con un relativo estancamiento de las exportaciones. Así, las importaciones totalizaron U\$S 46.550 millones en el primer semestre de 2018, superando en un 11,4% al monto importado durante el mismo período de 2017. Por su parte, entre el primer semestre de 2017 y el mismo período de 2018 el valor de las exportaciones creció un 4,7%, alcanzando en la primera mitad de este año los U\$S 36.900 millones (Gráfico N° 8).



En relación a las importaciones de mercancías, las mismas aumentaron tanto en sus cantidades como en sus precios. En efecto, entre el segundo trimestre de 2017 e igual período de 2018 las cantidades importadas de bienes crecieron un 3,2%, mientras que los precios se incrementaron un 3,1%. Si se desglosan los bienes importados por rubro, puede verse que los mayores aumentos se dieron en *bienes intermedios* –cuyas cantidades y precios crecieron un 8,7% y un 8% respectivamente- y en *bienes de consumo* –los cuales aumentaron un 6% en cantidades y un

1% en precios⁵. El hecho de que las cantidades importadas de bienes de consumo se incrementen al mismo tiempo que el consumo permanece estancado es algo que puede explicarse principalmente por la política de apertura comercial implementada desde inicios de 2016 y que necesariamente tiene como contrapartida el desplazamiento de producción local por artículos importados, con la consiguiente destrucción de puestos de trabajo y pérdida de capacidades productivas.

Por su parte, las exportaciones de mercancías permanecieron estancadas principalmente por el bajo rendimiento de la cosecha durante la campaña 2017/2018⁶. Así, las cantidades exportadas de mercancías cayeron un 10,2% entre el segundo trimestre de 2017 y el mismo período de 2018, mientras que los precios crecieron un 11,4%. En especial se vieron afectadas las exportaciones de *productos primarios*, cuyas cantidades retrocedieron un 29,1% al tiempo que sus precios se incrementaron un 11%. Asimismo, las cantidades exportadas de *manufacturas de origen agropecuario* disminuyeron un 10,6%, en tanto que sus precios subieron un 15,9%⁷.

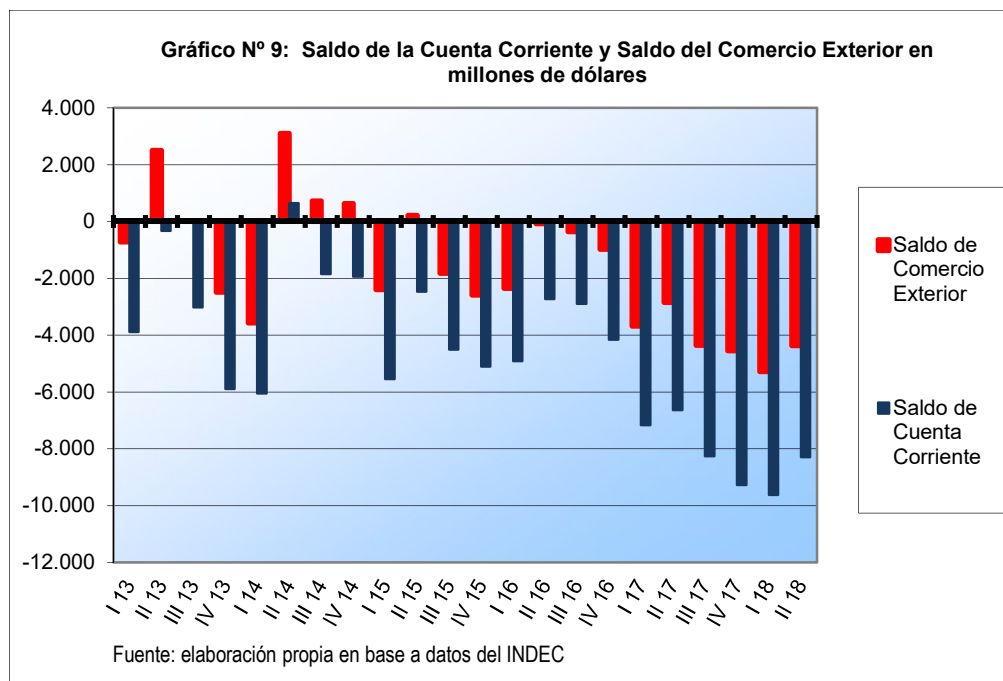
En cuanto al comercio exterior de servicios, en el primer semestre de 2018 arrojó un resultado negativo de U\$S 6.050 millones, lo que equivale a un déficit 15,8% mayor al del primer semestre de 2017. De esta manera tiende a reforzarse el carácter estructuralmente deficitario de la balanza de servicios.

En lo que respecta a la cuenta corriente de la balanza de pagos –que además del comercio exterior incluye los flujos de renta de la inversión- la misma arrojó un déficit de U\$S 17.915 millones en el primer semestre de 2018, mientras que en la primera mitad de 2017 el saldo negativo por este concepto fue de U\$S 13.790 millones (Gráfico Nº 9). Si se considera todo el año 2017, el déficit de cuenta corriente es de U\$S 31.320 millones, lo que equivale al 4,9% del PBI.

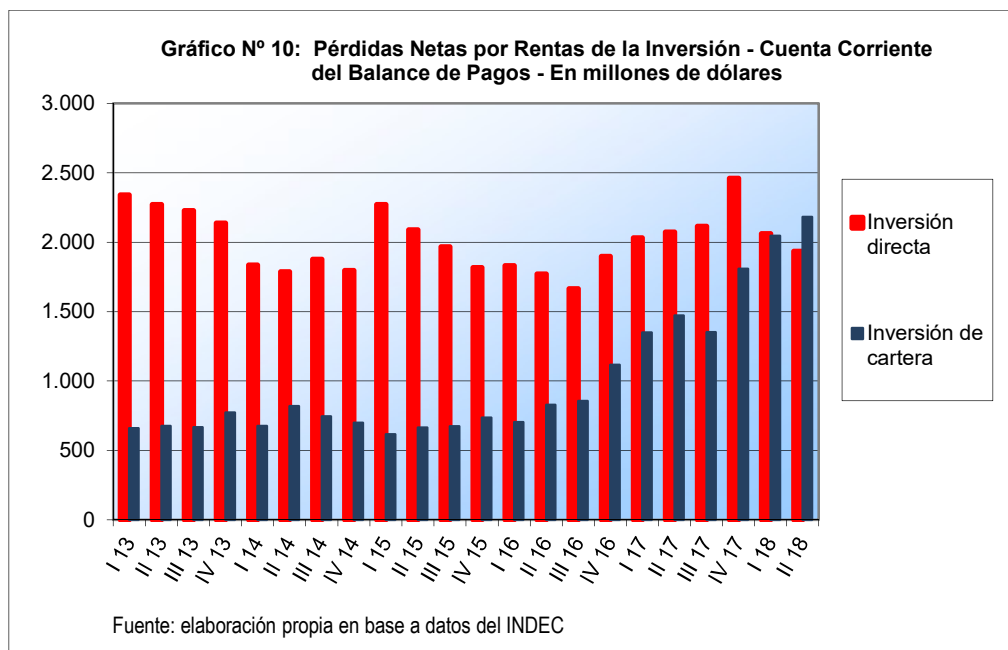
⁵ Índices de valor, precio y cantidad de las importaciones de bienes. Datos del INDEC. Disponibles en: https://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=5&id_tema_3=109

⁶ En la campaña 2017/2018 las cosechas de girasol, maíz y soja cayeron un 0,6%, un 12,5% y un 31,3% con respecto a la campaña anterior. En el mismo período la producción de trigo aumentó un 0,6%. Datos del Ministerio de Agroindustria. Disponibles en: <https://www.minhacienda.gob.ar/datos/>

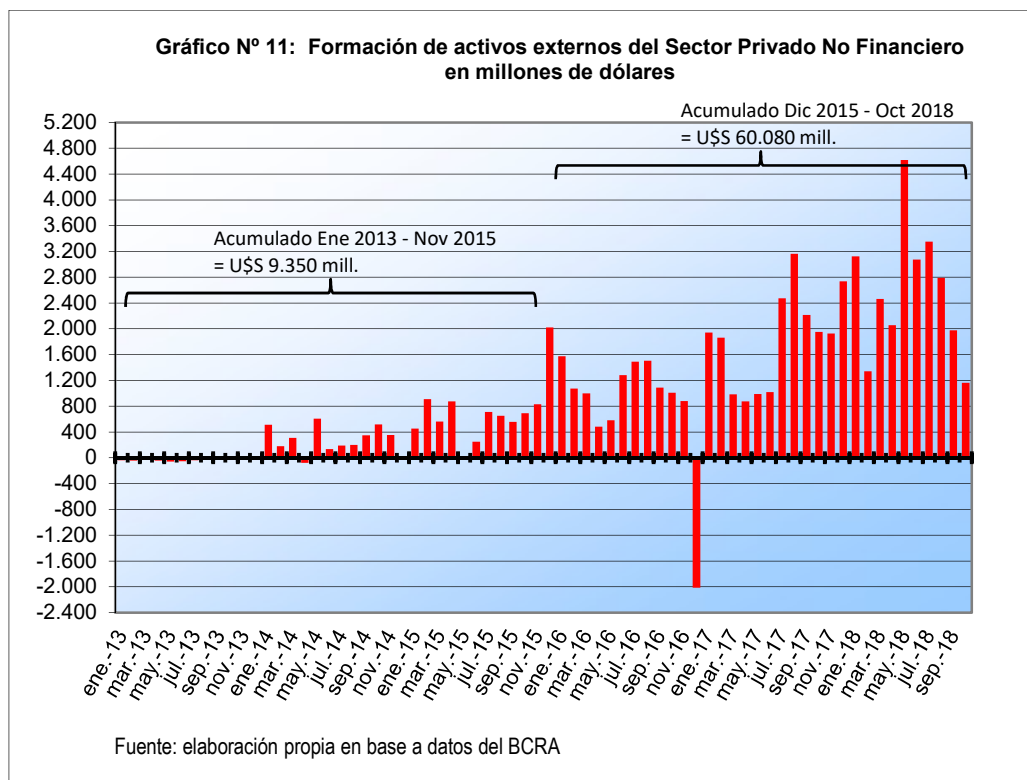
⁷ Índices de valor, precio y cantidad de las exportaciones de bienes. Datos del INDEC. Disponibles en: https://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=5&id_tema_3=109



La razón de este déficit creciente debe buscarse en el acelerado endeudamiento externo que se inició en 2016, y que da lugar a un aumento de los flujos al exterior de la renta de inversión en cartera. En efecto, tal como puede observarse en el gráfico N° 10, la remisión al exterior –en términos netos- de la renta de inversión en cartera se ha incrementado rápidamente desde el segundo trimestre de 2016, cuando el país recupera el acceso a los mercados internacionales de crédito, que se veía limitado hasta ese momento como consecuencia del conflicto con los denominados fondos buitres. De esta manera, en los primeros seis meses de 2018 la renta neta de inversión en cartera transferida al exterior alcanza los U\$S 4.230 millones, un 50% más que en el primer semestre de 2017.



No obstante, el principal factor de desequilibrio en el frente externo es la formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero. Por este concepto, entre enero y octubre de 2018 la economía argentina perdió U\$S 25.960 millones, mientras que durante todo 2017 la FAE fue de U\$S 22.150 millones. Si se adopta una perspectiva de largo plazo es posible ver que entre enero de 2013 y noviembre de 2015 la FAE totaliza U\$S 9.350 millones. En cambio, entre diciembre de 2015 y octubre de 2018 esta variable alcanza la suma de U\$S 60.080 millones. La razón de esta abrumadora diferencia es la desregulación del mercado cambiario implementada por el gobierno actual, en especial la eliminación de las restricciones a la compra de divisas, cuya finalidad era justamente limitar la pérdida de reservas debida a la formación de activos externos (Gráfico N° 11).



Cabe mencionar que si bien, de acuerdo a datos del balance cambiario, entre julio y octubre se obtuvo un superávit de comercio exterior –inducido principalmente por una caída de las importaciones derivada de la situación recesiva-, el resultado positivo acumulado durante estos meses alcanzó apenas a los U\$S 980 millones, mientras que en el mismo lapso se observa un déficit de cuenta corriente de U\$S 1.820 millones y una FAE de U\$S 9.280 millones. En otras palabras, el superávit de comercio exterior alcanzado en los últimos meses resulta exiguo frente a la magnitud del desequilibrio externo ocasionado por factores financieros.

En conjunto, entre diciembre de 2015 y octubre de 2018 el desequilibrio externo acumulado por todo concepto –déficit de comercio exterior, remisión al exterior de renta de la inversión y formación de activos externos- supera los U\$S 124.000 millones. De ese total, U\$S 28.840 millones corresponden al déficit de comercio exterior, en tanto más de U\$S 95.000 millones se deben al pago de intereses a residentes extranjeros, la remisión de utilidades al exterior y la formación de activos externos. Esta última cifra representa un considerable volumen de riqueza generada en el país que es transferida al exterior mediante diversos canales financieros.

Que la economía argentina no haya sufrido un colapso cambiario e hiperinflacionario ante semejante sustracción de recursos se debe exclusivamente a un desenfrenado proceso de endeudamiento externo que entre diciembre de 2015 y agosto de 2018 asciende a más de U\$S 106.000, a lo que debe agregarse U\$S 13.200 millones de deuda en moneda extranjera asumida por

el sector privado⁸. En otras palabras, el total del endeudamiento externo generado por el actual gobierno equivale casi al total del desequilibrio externo incurrido.

La evolución conjunta del endeudamiento externo y los desequilibrios externos permite ver con claridad que, contrariamente a lo que podría indicar el sentido común, la deuda externa no representa una masa de recursos que se ingresan al país, sino todo lo contrario. La verdadera finalidad de la deuda externa es proveer las divisas necesarias para que una parte considerable de la riqueza generada en el país pueda ser convertida a dólares, lo cual es un paso necesario para viabilizar su transferencia al exterior. Es por esta razón que el crecimiento de la deuda externa coexiste con caídas del PBI y aumentos del desempleo y la pobreza⁹.

Tampoco es correcto afirmar que el endeudamiento externo se contrae para financiar el déficit fiscal. En efecto, las erogaciones que realiza el Estado, en todos sus niveles, están nominadas mayormente en pesos¹⁰, con lo cual no resulta necesario endeudarse en moneda extranjera para solventar dichos pagos. Así, las únicas maneras que tiene el Estado de financiar el déficit fiscal son la venta de títulos públicos nominados en moneda nacional o la emisión de dinero por parte del Banco Central (BCRA). El endeudamiento en moneda extranjera no sólo no evita la emisión de dinero, sino que la acrecienta, dado que el BCRA se ve obligado a emitir a pesos para que los dólares que ingresan en virtud del endeudamiento externo pasen a engrosar las reservas de divisas. De hecho, hasta el primer trimestre de 2018 las compras de divisas al tesoro nacional constituyeron el principal factor de expansión de la base monetaria¹¹.

En cambio, a mediano plazo el endeudamiento externo es una de las causas del aumento del déficit fiscal, debido a que incrementa la carga de los servicios de la deuda sobre el gasto público, tal como puede verse en el gráfico N° 7.

⁸ Observatorio de la Deuda Externa. *Decimotercer Informe de la Deuda Externa*. Septiembre de 2018. UMET. Disponible en: <http://pulsocitra.org/wp-content/uploads/2018/09/Informe-de-la-Deuda-Septiembre-2018.pdf>

⁹ Acerca de la evolución de los principales indicadores del mercado de trabajo en el ámbito nacional y local puede consultarse el *Informe Sociolaboral del Partido de General Pueyrredon N° 23*, Diciembre de 2018, Grupo Estudios del Trabajo (GrET), Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad Nacional de Mar del Plata. Disponible en: <http://nulan.mdp.edu.ar/3036/>

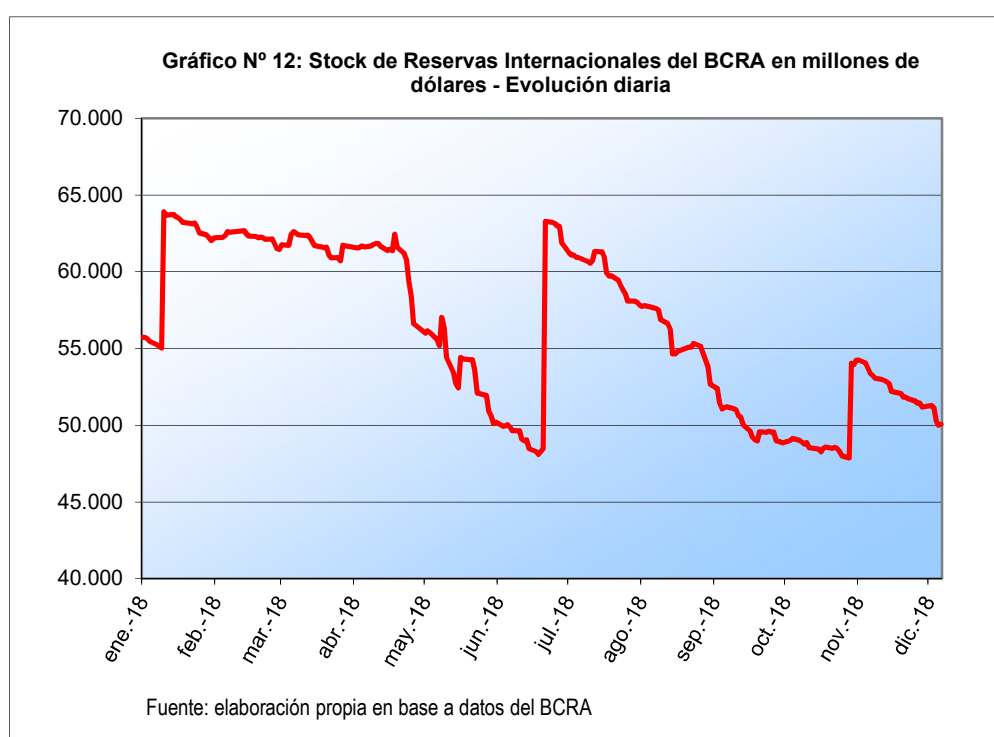
¹⁰ Con la excepción de los servicios de la deuda pública nominada en moneda extranjera, que deben pagarse en divisas.

¹¹ Datos del BCRA. *Informe Monetario Mensual*, Marzo de 2018. Disponible en: <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Bol0318.pdf>

Interrupción del financiamiento externo, corrida cambiaria y retorno al FMI

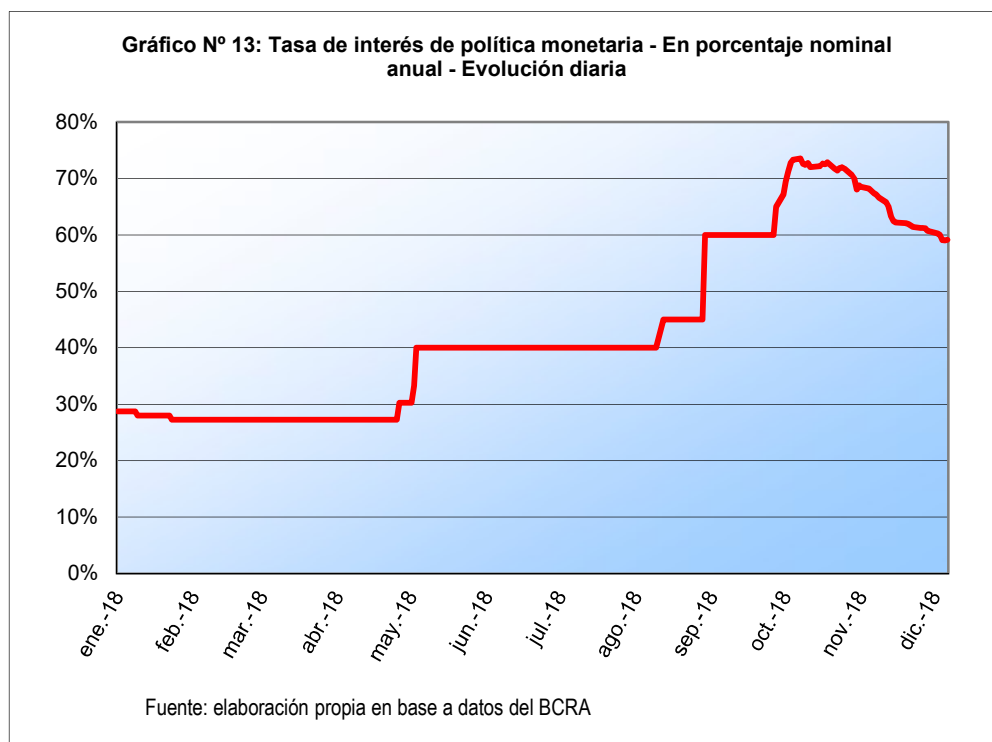
Desde comienzos de 2018 la economía argentina ve seriamente limitadas sus posibilidades de acceder a los mercados internacionales de crédito. En efecto, la magnitud y la velocidad del proceso de endeudamiento previo dio lugar a que los acreedores privados comenzaran a dudar de la capacidad de repago de la deuda argentina, razón por la cual el flujo de crédito se cortó abruptamente. Esta situación se manifestó inicialmente en una reducción del volumen de reservas del BCRA y, a partir de abril, en una serie de bruscos incrementos en la cotización del dólar.

Tal como puede apreciarse en el gráfico N° 12, el 11 de enero se produce un ingreso de reservas de U\$S 8.880 millones gracias a lo que fue la última colocación significativa de deuda en los mercados internacionales de crédito privado. A partir de allí las reservas de divisas experimentan un leve declive que preanuncia las dificultades que se desatarían a partir del 20 de abril. Desde ese momento, luego de más de tres meses sin acceso a fuentes de financiamiento externo y ante la proximidad de una serie de vencimientos de Letras del Banco Central (LEBACs) cercanos a los \$ 500.000 millones cada uno, la demanda de dólares se dispara, provocando un rápido descenso en el volumen de reservas que pasa de U\$S 62.460 millones el 19 de abril a U\$S 48.100 el 19 de junio.



En el mismo lapso la cotización del dólar mayorista pasó de \$ 20,16 a \$ 27,71, lo que representa una devaluación del 37,5% en sólo dos meses. En esta primera fase de la corrida cambiaria el alza del tipo de cambio trató de ser contenida mediante dos instrumentos: la venta de

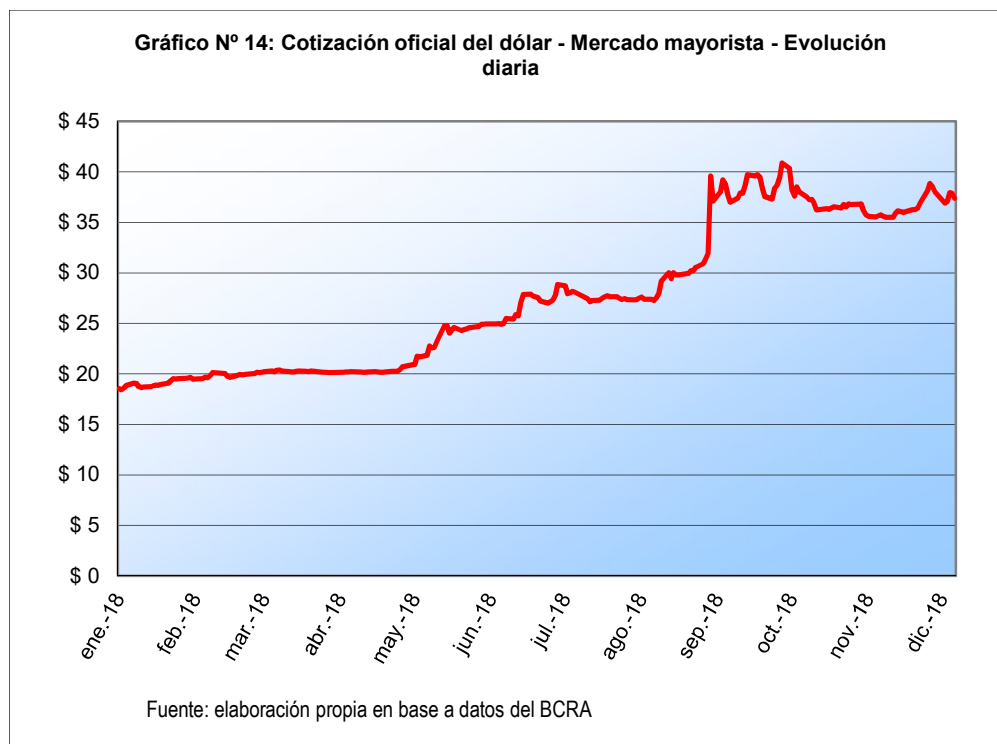
divisas que, como se vio, provocó una rápida disminución de las reservas en pocas semanas y; la suba de las tasas de interés. En tal sentido, a comienzos de mayo la tasa de interés de la política monetaria¹² es elevada del 27,25% al 40% (Gráfico N° 13), mientras que el 16 de mayo la tasa de las LEBACs a treinta y cinco días de plazo pasa del 26,3% al 40%¹³, en el marco de una política monetaria que operaba a través del control de la tasa de interés.



En este contexto crítico se hace efectivo el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el marco del cual el 22 de junio ingresan U\$S 15.000 millones que se incorporan a las reservas del BCRA, cuyo monto aumenta hasta los U\$S 63.270 millones. En los meses siguientes la totalidad del préstamo otorgado por el FMI es destinado a la venta de divisas en el mercado con la finalidad de contener el alza del dólar, que el 8 de agosto retoma una tendencia ascendente hasta llegar a un pico de \$ 39,61 el 30 de ese mes (Gráfico N° 14).

¹² A partir del 2 de enero de 2017 y hasta el 2 de mayo de 2018 la tasa de interés de política monetaria corresponde al centro del corredor de tasas de interés de los pases a 7 días de plazo. A partir del 8 de agosto de 2018, la tasa de referencia de la política monetaria es la de las Letras de Liquidez (LELIQs). A partir del 1° de octubre de 2018, la tasa de política monetaria pasa a ser definida como la tasa promedio resultante de las operaciones diarias de LELIQs con las entidades financieras.

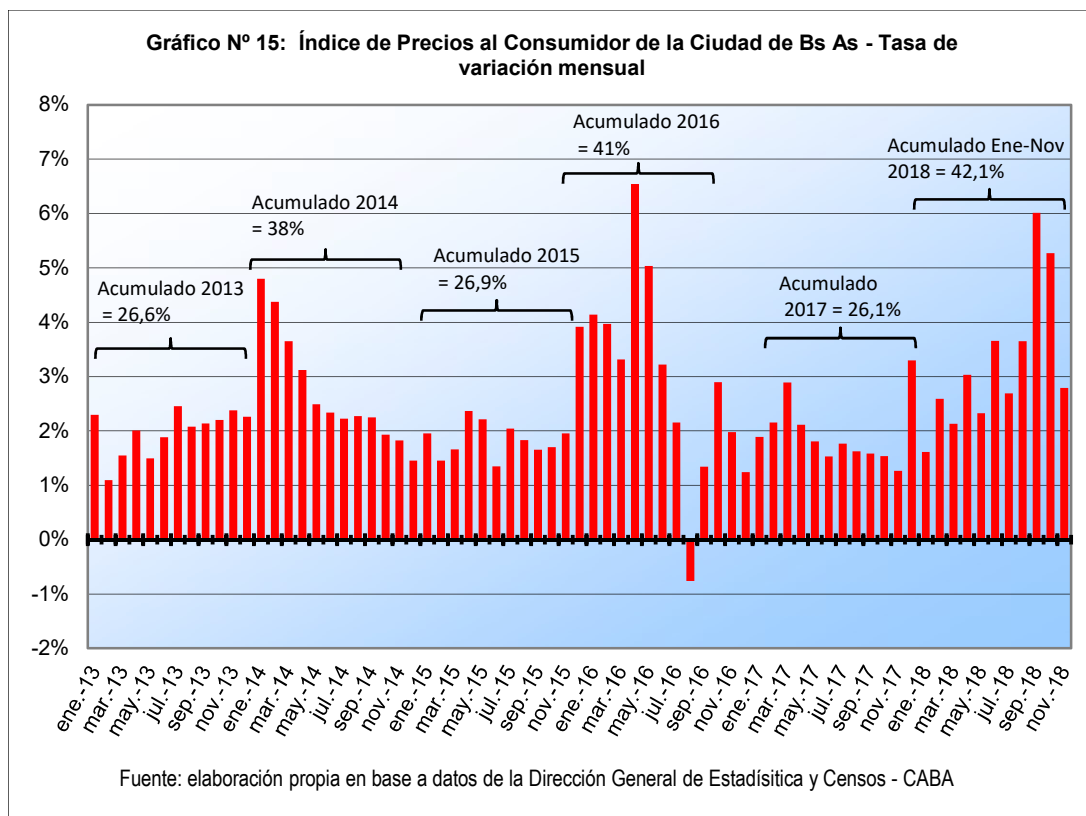
¹³ En todos los casos las tasas de interés están expresadas en porcentaje nominal anual.



El aumento en la cotización del dólar en un contexto donde los precios de los alimentos¹⁴, los servicios públicos y los combustibles se encuentran dolarizados, tiene un fuerte impacto inflacionario. Así, de acuerdo al Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IPC-CABA), la inflación mensual en septiembre, octubre y noviembre fue del 6%, del 5,3% y del 2,8% respectivamente, totalizando un incremento de precios acumulado entre enero y noviembre de 2018 del 42,1% (Gráfico N° 15). Si se proyecta la inflación mensual promedio registrada hasta noviembre para lo que resta de 2018 se obtiene una inflación anual estimada del 46,8%. Es necesario remontarse al año 1991 para encontrar registros de inflación superiores¹⁵.

¹⁴ Los precios de los alimentos se encuentran plenamente alineados con los precios internacionales como consecuencia de la eliminación de las retenciones a las exportaciones y de los Registros de Operaciones de Exportación (ROEs), instrumentos que tenían como finalidad abaratar los alimentos en el mercado interno.

¹⁵ La inflación de precios al consumidor en 1991 fue del 84%. Datos del INDEC. Disponibles en: <https://www.indec.gov.ar/informacion-de-archivo.asp>



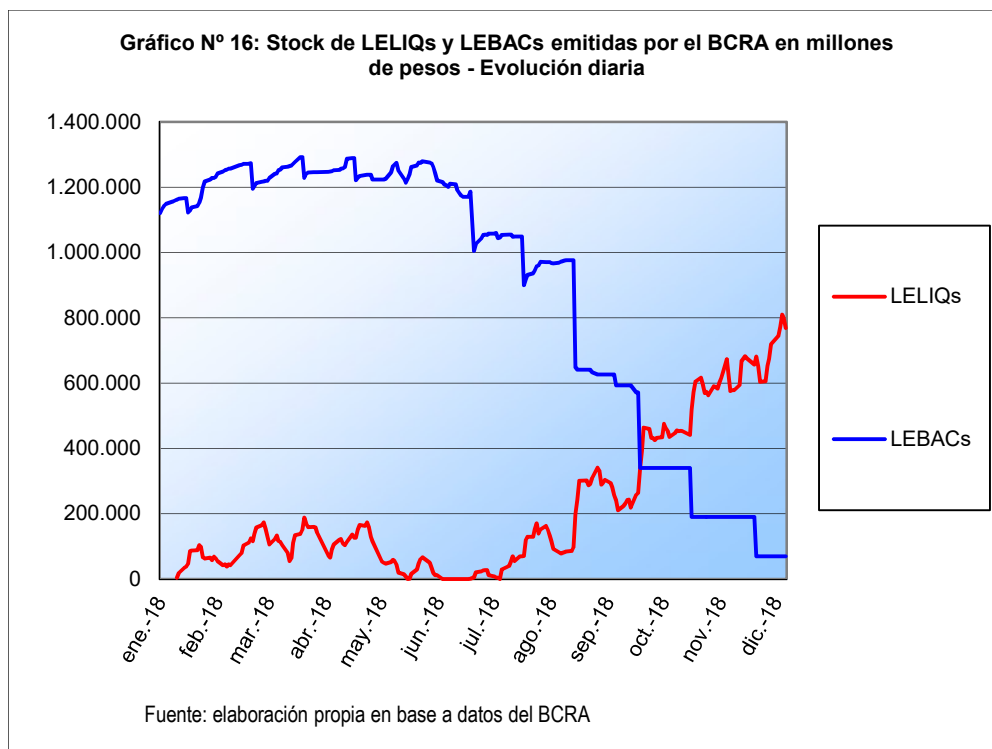
A partir de septiembre la cotización del dólar pudo ser contenida mediante una nueva alza en la tasa de interés de la política monetaria, que el 30 de agosto fue elevada del 45% al 60% (Gráfico N° 13). Es decir, el BCRA dispuso una suba inmediata de 15 puntos porcentuales en dicha tasa como forma de aminorar los efectos de la corrida cambiaria. A pesar de una medida tan drástica la demanda de dólares persistió en niveles elevados, lo que parcialmente se refleja en la significativa formación de activos externos registrada en septiembre y octubre (Gráfico N° 11). Asimismo, las reservas del BCRA continuaron en descenso hasta llegar a un mínimo de U\$S 47.870 millones el 29 de octubre (Gráfico N° 12). En conjunto, entre el 11 de enero y el 29 de octubre el BCRA perdió U\$S 30.835 millones y la tasa de interés de política monetaria pasó del 28% al 70,63%. Aun así, en el mismo lapso el dólar pasó de \$ 18,65 a \$ 36,79, luego de haber alcanzado un techo de \$ 39,61 el 30 de agosto (Gráfico N° 14).

El 30 de octubre ingresó el segundo desembolso del FMI por valor de U\$S 5.630 millones. Este segundo tramo del crédito acordado en junio implicó una revisión de las cláusulas iniciales. En efecto, a partir de entonces el FMI exigió que la totalidad de los préstamos otorgados se destinaran exclusivamente al pago de los vencimientos de deuda. Es decir, las nuevas partidas del crédito ya no pueden emplearse para contener corridas cambiarias, como sucedió con el primer desembolso efectuado el 22 de junio.

Esto obligó a un cambio en la política monetaria aplicada por el BCRA, de manera que se pasó de un esquema donde la variable de control es la tasa de interés a otro donde el objetivo es la fijación del tamaño de la base monetaria¹⁶. En el primer caso se procura incidir sobre el precio del dólar mediante una estrategia combinada de venta de divisas y alza de la tasa de interés. En el segundo caso se busca contener la demanda de dólares limitando la cantidad de pesos en circulación. En concreto, la exigencia del FMI para conceder el segundo desembolso fue que la tasa de crecimiento de la base monetaria fuera nula. Para lograr este objetivo el BCRA retira pesos de circulación mediante la emisión de un instrumento de deuda denominado Letras de Liquidez (LELIQs). A diferencia de las LEBACs, que podían ser compradas por el público en general, las LELIQs sólo pueden ser adquiridas por los bancos comerciales. Asimismo, la mecánica de licitación de estos dos instrumentos sigue lógicas diferentes. Antes de que el FMI dispusiera el cambio de política monetaria, ante cada licitación de LEBACs el BCRA definía la tasa de interés que éstas pagaban y en función de ello el público decidía el monto de LEBACs a adquirir. En cambio ahora el BCRA debe emitir el volumen de LELIQs necesario para que la base monetaria no crezca, para lo cual se ve obligado a convalidar las tasas de interés que los compradores de LELIQs demanden.

Es por esta razón que a partir del 28 de septiembre la tasa de interés de política monetaria inicia un ascenso vertiginoso que la sitúa en niveles superiores al 70% durante todo el mes de octubre (Gráfico N° 13). Paralelamente el stock de LELIQs crece de forma exponencial, pasando de volúmenes inferiores a los \$ 20 millones durante el mes de junio a \$ 810.120 millones el 5 de diciembre (Gráfico N° 16).

¹⁶ La Base Monetaria consiste en los medios de pago directamente creados por el BCRA y está compuesta por la circulación monetaria total más los depósitos en cuenta corriente que los bancos comerciales depositan en el BCRA.



Inicialmente la función de las LELIQs era descomprimir la demanda de dólares ante la tarea de desarme de las LEBACs, que se habían convertido en una fuente de inestabilidad del sistema financiero y de la economía en general. Así, como puede verse en el gráfico N° 16, a mediados de junio se inicia una política de reducción sistemática del volumen del LEBACs, el cual pasa de montos cercanos a los \$1.200.000 millones a un stock de \$ 69.820 millones a principios de diciembre.

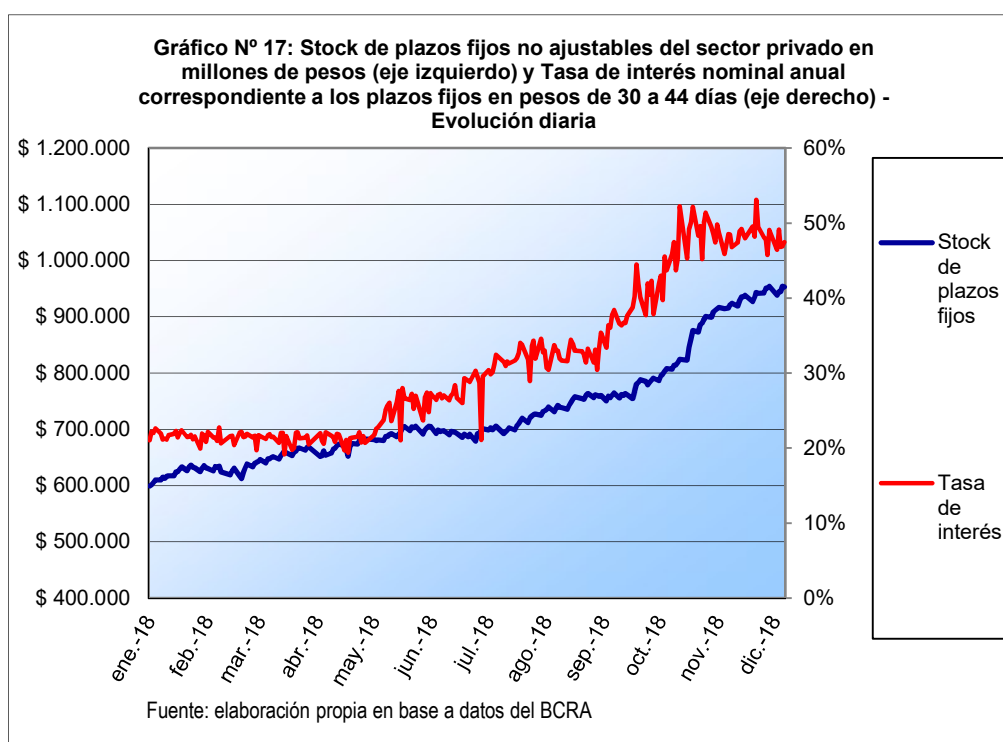
El BCRA procuró disminuir el volumen de LEBACs mediante dos líneas de acción. Para los bancos comerciales, como se ha visto, se emitió una suma considerable de LELIQs, mientras que para los agentes privados ajenos al sistema financiero se ofrecieron LETEs nominadas en dólares y principalmente LECAPs nominadas en pesos¹⁷. Si se suma el stock de LELIQs, de LECAPS y de pases pasivos¹⁸ a comienzos de diciembre se obtiene una cifra superior a los \$ 1.100.000, es decir, un monto de deuda similar al que representaban las LEBACs a mediados de año, antes de que se

¹⁷ Al momento de redacción del presente informe, el Ministerio de Hacienda ofrece información sobre las colocaciones de LETEs y LECAPs efectuadas hasta el 30/11/2018. A esa fecha se encontraban pendientes de vencimiento U\$S 11.050 millones en LETEs en un plazo promedio de 118 días y \$ 368.770 millones en LECAPs en un plazo de vencimiento promedio de 181 días y a una tasa nominal anual promedio del 54,4%.
 Datos del Ministerio de Hacienda. Disponibles en: <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/deudapublica/colocacionesdedeuda>

¹⁸ Los pases pasivos son instrumentos mediante los cuales el BCRA absorbe liquidez a corto plazo y establece un piso a la tasa de interés interbancaria, mientras que los pases activos son instrumentos con los cuales el BCRA inyecta liquidez a corto plazo y fija un techo a la tasa de interés interbancaria. En el actual contexto el BCRA no emite pases activos, con lo cual el monto de pases pasivos equivale a la posición neta de pases.

pusiera en marcha su desarme. En otras palabras, la desactivación de las LEBACs consistió en cambiar un pasivo de corto plazo, con un plazo promedio de vencimiento de entre 30 y 60 días y que pagaba una tasa de interés cercana al 45%¹⁹ por un pasivo que es en su mayor parte de cortísimo plazo –dado que el plazo de vencimiento de las LELIQs es de 7 días- y que a principios de diciembre paga una tasa de interés cercana al 60%, habiendo llegado a devengar tasas superiores al 73%. Ante esta comparación, es fácil conjeturar que el problema que representaban las LEBACs se agravó notoriamente en lo que respecta a su perfil de tasas y vencimientos, aunque su valor en dólares se vio fuertemente licuado como consecuencia de la devaluación.

El hecho de que las LELIQs sólo puedan ser adquiridas por entidades financieras –que están sujetas a regulaciones más estrictas por parte del BCRA- no representa una mayor certidumbre. En tal sentido, los bancos comerciales han elevado las tasas de interés pasivas que pagan por los plazos fijos a fin de atraer fondos para adquirir LELIQs, de modo que dichas tasas pasaron de niveles próximos al 30% hasta fines de agosto a porcentajes cercanos al 50% hasta los primeros días de diciembre. Paralelamente, el volumen de plazos fijos no ajustables del sector privado aumentó de un promedio mensual de \$ 749.000 millones en agosto a \$ 932.000 millones en diciembre (Gráfico N° 17).



¹⁹ La tasa nominal anual que pagaban las LEBACs hasta el 17 de octubre era del 45%. A partir de esa fecha fue elevada al 57% y luego se redujo al 50%. De acuerdo al Informe mensual de subasta de LEBACs, al 17 de octubre el plazo de vencimiento promedio era de 38 días. Disponible en <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infoLEBAC.pdf>

Teniendo en cuenta que la cotización del dólar está relativamente estable desde principios de septiembre, las tasas que ofrecen los plazos fijos equivalen a porcentajes superiores al 40% anual en dólares. De esta manera, los plazos fijos nominados en pesos junto con las LECAPs constituyen ahora los principales activos de base para la realización de *carry trade*²⁰, función que hasta hace pocos meses cumplían las LEBACs. Frente a esta situación, si el BCRA intenta bajar la tasa que paga por las LELIQs, además de agregar presión alcista sobre el precio del dólar, obligará a los bancos comerciales a reducir las tasas que pagan por los plazos fijos. En consecuencia, se corre el riesgo de una retirada masiva de depósitos con destino a la compra de dólares. Asimismo, si el dólar ingresa en una nueva fase alcista, los tenedores de LECAPs pueden optar por no renovar estos instrumentos a su vencimiento, lo que agregaría más presión a una eventual corrida cambiaria.

En definitiva, la economía argentina se encuentra frente a un dilema de difícil resolución. La cotización del dólar sólo puede mantenerse en una precaria estabilidad a costa de altísimas tasas de interés. Ello tiene efectos devastadores sobre la economía real, con lo cual, de seguir esta política, sólo cabe esperar en el mediano plazo caídas significativas en el producto y notorios aumentos en los niveles de desempleo y pobreza. A su vez, este pronóstico adverso se ve reforzado por la decisión convalidada en el presupuesto aprobado para 2019 de alcanzar un déficit primario cero, lo cual lleva a profundizar las tendencias recesivas.

En caso de que las autoridades procuraran reducir -aunque sea gradualmente- las tasas de interés, se corre el riesgo de desatar una violenta corrida cambiaria, lo que tendría fuertes efectos inflacionarios debido a la dolarización de los principales precios de la economía.

Más preocupante aún es el hecho de que la decisión de contener el crecimiento de la base monetaria mediante la emisión de LELIQs es insostenible en el tiempo. En efecto, para que los bancos adquieran LELIQs el BCRA debe ofrecer altas tasas de interés, lo cual implica que cada vez que estos instrumentos vencen se debe emitir una cantidad de LELIQs cada vez mayor a fin de mantener constante la magnitud de la base monetaria. Es fácil prever que esto conlleva un crecimiento exponencial en el stock de LELIQs que en algún momento se tornará inviable, empujando a la economía a un colapso bancario y cambiario.

²⁰ La operación de *carry trade*, conocida coloquialmente como *bicicleta financiera*, consiste en endeudarse en el exterior en moneda extranjera, convertir los fondos así obtenidos a pesos, adquirir un activo financiero nominado en moneda local con esos recursos y, al cabo de un tiempo -generalmente unos pocos meses- liquidar los activos locales, convertir los fondos a dólares y fugarlos al exterior. El negocio consiste en que la tasa de interés a la que un particular -individuo o empresa- puede endeudarse en los mercados internacionales es sustancialmente menor que el rendimiento de los activos financieros locales. Mientras el ritmo de devaluación no supere el diferencial de tasas la operación rinde una rentabilidad positiva.

Consideraciones finales

El tercer año de gobierno de la Alianza Cambiemos concluye con indicadores económicos marcadamente negativos. La apertura comercial y la desregulación del mercado cambiario generaron profundos desequilibrios que sólo fueron sostenibles en la medida en que el país accediera a un abundante financiamiento externo.

No obstante, como era previsible, un proceso de endeudamiento orientado principalmente a solventar la salida de recursos del país por diversos canales financieros resulta estructuralmente insustentable. En efecto, en algún momento los acreedores advierten que la deuda alcanzó niveles insostenibles y que el país no cuenta con la capacidad de atender los vencimientos de capital e intereses. Cuando ello ocurre el crédito externo se corta y la economía se sitúa al borde de una crisis de magnitud, con severos perjuicios sociales y productivos. La economía argentina arribó a esa situación a principios de 2018 y sólo las líneas de crédito concedidas por el FMI evitaron que la economía cayera en un colapso cambiario.

No obstante, los problemas estructurales que derivaron en esta coyuntura crítica persisten y el acuerdo con el FMI conlleva la implementación de políticas fuertemente contractivas. Con lo cual, sólo cabe esperar para el futuro cercano una profundización de las tendencias recesivas que se observaron a lo largo de este año. Cabe preguntarse hasta qué punto la persistencia del rumbo actual será social y políticamente viable. En efecto, si el desempleo y la pobreza continúan en ascenso, es posible que una mayor conflictividad social agregue incertidumbre sobre el devenir de la economía, lo que podría verse potenciado en el contexto de un año electoral.

Aun así, más allá de ciertos matices, los lineamientos generales de política económica continúan siendo los mismos que condujeron a la economía argentina a la situación de crisis actual. Y como enseñanza la historia argentina reciente, la profundización de políticas de ajuste para atender prioritariamente los intereses de los acreedores invariablemente deriva en grandes crisis económicas y sociales.

Para evitar lo que a todas luces aparece como un final anunciado resulta indispensable inducir un cambio drástico en la orientación del esquema económico que, en buena medida, desande el camino seguido desde diciembre de 2015. En efecto, para superar la crisis actual se requiere, entre otras cosas, desdolarizar los precios de los alimentos, a fin de morigerar el impacto de una devaluación sobre los salarios reales; congelar los precios de tarifas y combustibles de manera que se puedan recomponer los márgenes de rentabilidad del tejido productivo; reestablecer restricciones sobre el mercado cambiario y los movimientos de capitales financieros, de modo que se vea atenuada la formación de activos externos y la volatilidad del tipo de cambio;

reestablecer líneas accesibles de crédito al consumo y a las pequeñas y medianas empresas y; recomponer los salarios reales para favorecer la reactivación del mercado interno.

Por último, cualquier intento serio de encaminar a la sociedad argentina por un sendero sustentable de crecimiento y desarrollo requerirá ineludiblemente la reestructuración de una deuda externa que ya alcanzó una magnitud inviable.